

## Volatilité des flux de capitaux et croissance économique : le rôle de la réglementation macroprudentielle



KYRIAKOS C. NEANIDIS est maître de conférence à l'Université de Manchester et chercheur associé au *Centre for Growth and Business Cycles Research*.

Les politiques macroprudentielles, leur utilisation, leur mise en œuvre et leur efficacité ont été au cœur d'un débat houleux depuis le début de la crise financière mondiale. Les travaux effectués ont uniquement porté sur les implications de la réglementation macroprudentielle pour la stabilité économique à court terme. Cette brève met l'accent sur les effets à long terme de la réglementation financière et conclut que la réglementation macroprudentielle favorise la croissance économique en atténuant les effets négatifs de la volatilité financière. Les résultats corroborent l'argument selon lequel les réglementations macroprudentielles visant à assurer la stabilité financière sont bénéfiques à la croissance économique à long terme.



## ► Réglementation macroprudentielle et croissance économique

La crise financière et économique mondiale de 2007-2009 a mis en lumière certaines faiblesses des pratiques macroéconomiques et réglementaires ainsi que des dysfonctionnements du marché qui ont contribué à une accumulation des risques systémiques. Au niveau international, cela a abouti à la mise en place de cadres de surveillance macroprudentielle dans le but de contenir les risques systémiques et de parvenir à une plus grande stabilité financière, ce qui permettrait de réduire les conséquences négatives de la volatilité financière pour l'économie réelle.

Des travaux récents ont analysé l'efficacité de la réglementation macroprudentielle sur les marchés du crédit et de l'immobilier, démontrant ainsi que ces politiques peuvent contribuer à réduire le risque systémique et l'instabilité financière.<sup>1</sup> L'efficacité des règles macroprudentielles, toutefois, ne saurait être pleinement évaluée en limitant l'analyse à l'objectif à court terme de la stabilité financière et économique, et doit également tenir compte de l'objectif général de croissance économique. Dans cette perspective, on peut se poser les questions suivantes. Comment la volatilité financière affecte-t-elle la croissance à long terme? Les règles macroprudentielles visant à réduire la procyclicité des systèmes financiers peuvent-elles compromettre la croissance à long terme du fait de leur incidence sur la prise de risque, ou bien peuvent-elles favoriser la croissance en atténuant les effets négatifs de la volatilité financière? De toute évidence, ces questions sont tout aussi pertinentes pour les pays avancés que pour les pays en développement, et malgré le nombre croissant de recherches effectuées sur

l'efficacité des politiques macroprudentielles, les éléments d'information disponibles concernant leurs implications en termes de croissance sont encore limités à ce jour.

La crise offre ainsi une incitation nouvelle et puissante à examiner de manière empirique la relation entre réglementation macroprudentielle, volatilité financière et croissance économique. Dans un nouvel article (Neanidis, 2015), nous évaluons dans quelle mesure la politique macroprudentielle est parvenue à réduire les risques systémiques en atténuant la procyclicité et la volatilité des flux, ce qui est censé produire un effet favorable à la croissance.

Après avoir défini globalement la volatilité financière comme étant la volatilité des flux de capitaux internationaux, nous examinons la relation entre croissance économique et volatilité des flux de capitaux en accordant une attention particulière au rôle de la réglementation macroprudentielle. Cela se traduit par un terme d'interaction entre la volatilité des flux de capitaux et les politiques macroprudentielles dans une régression de la croissance par ailleurs standard, qui démontre l'effet de la volatilité des flux de capitaux sur la croissance en présence de politiques macroprudentielles.

Les types de flux de capitaux que nous étudions sont les flux totaux de capitaux et leurs sous-composantes, les investissements directs étrangers (IDE), les investissements dans des portefeuilles d'actions et les titres de créance. Toutes les variables des flux de capitaux sont exprimées en fraction du PIB et leur volatilité est mesurée par l'écart type des flux normalisés. La réglementation macroprudentielle est mesurée à l'aide (i) d'un indicateur de réglementation prudentielle et de supervision bancaire du secteur par Abiad et al. (2008) et (ii) d'un indice macroprudentiel combinant douze instruments macroprudentiels différents par Cerutti et al. (2015). Nous tenons compte également d'un vecteur

1. Les principales conclusions en sont que les politiques de réglementation macroprudentielle peuvent enrayer un boom immobilier (Crowe et al., 2011), réduire la procyclicité du crédit et de l'endettement (Lim et al., 2011), atténuer l'incidence des expansions générales du crédit et diminuer la probabilité que ces expansions finissent mal (Dell'Ariccia et al., 2012), et ralentir l'inflation des prix de l'immobilier (Vandenbussche et al., 2015).

composé d'autres variables macroéconomiques pertinentes qui incluent le PIB initial par habitant, l'éducation, le taux de croissance démographique, l'investissement privé, l'ouverture commerciale, les dépenses de consommation publique, l'inflation, la qualité des institutions publiques ainsi qu'une mesure de la profondeur financière. Notre échantillon couvre environ 80 pays sur la période 1973-2013. Dans une analyse supplémentaire, nous examinons également si nos résultats sont motivés par les revenus et les caractéristiques régionales de notre échantillon de pays ou s'ils sont conditionnés par les caractéristiques internes de ces pays.

### ► Résultats empiriques

Nos résultats indiquent que (i) les niveaux des flux totaux de capitaux et des flux d'IDE ne sont pas statistiquement significatifs alors que les flux de capitaux propres renforcent la croissance et que les flux de dettes réduisent la croissance, (ii) les flux de capitaux plus variables et de tous types réduisent la croissance économique et (iii) bien que la réglementation macroprudentielle par elle-même ait un impact incertain sur la croissance, allant du positif au négatif, elle atténue réellement l'effet négatif d'une plus grande volatilité des flux de capitaux sur la croissance. Cela signifie que les politiques macroprudentielles, en encourageant une plus grande accumulation de tampons, atténuent les effets négatifs de l'instabilité des flux de capitaux sur la croissance et que, ce faisant, elles sont efficaces pour limiter les vulnérabilités du système financier.

Nous évaluons l'importance économique de cet effet dans le cas des flux totaux de capitaux. L'augmentation de la volatilité des flux totaux de capitaux d'un écart type réduit le taux de croissance du PIB par habitant de 3,108 %, alors que l'augmentation du terme d'interaction d'un écart type augmente la croissance de 1,288

%. Cela signifie que la réglementation macroprudentielle a la capacité de réduire très sensiblement (d'environ 40 %) l'impact négatif de la volatilité des flux totaux de capitaux sur la croissance.

D'autres constatations sont résumées ci-après :

- i. Les résultats sont principalement limités à l'échantillon de pays à revenu intermédiaire, puisque c'est ce groupe de pays qui s'est davantage appuyé sur les politiques macroprudentielles alors que leurs systèmes financiers, qui ne sont pas complètement développés, limitent parallèlement toute autre source de financement, ce qui rend l'efficacité des politiques macroprudentielles plus probable.
- ii. En Afrique sub-saharienne, région qui affiche une croissance économique soutenue depuis le milieu des années 1990 mais dont le système financier est le moins développé au monde, la volatilité des flux de capitaux perturbe la croissance économique, d'autant plus si on la compare à la moyenne des pays de l'échantillon. Pour cette raison, on constate que la réglementation macroprudentielle atténue l'effet de la volatilité des flux dans une beaucoup plus large mesure.
- iii. Les mêmes constatations s'appliquent à un sous-échantillon de pays d'Afrique subsaharienne, à savoir les pays francophones de cette région. Tel n'est pas le cas, cependant, d'un sous-échantillon encore plus petit de pays membres de l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA/BCEAO). Bien que ces pays bénéficient de l'impact des politiques macroprudentielles, ils ne semblent pas en tirer des gains marginaux additionnels.
- iv. L'efficacité de la réglementation macroprudentielle diminue en termes d'amplitude dans les économies qui sont relativement ouvertes, qui présentent des systèmes financiers plus profonds et qui sont exposées à une plus grande instabilité macroéconomique.

## ► Conclusion

Les pays avancés comme les pays en développement craignent de plus en plus que des afflux de capitaux importants et volatils puissent nuire à leurs systèmes financiers et à leur économie réelle. Les expériences historiques d'afflux exceptionnels de capitaux ayant engendré des expansions à court terme avant d'aboutir à des crises confèrent davantage de poids à de telles préoccupations. En réponse à ces événements, des réformes réglementaires ont été mises en place sous forme de politiques macroprudentielles dans le but de renforcer les mesures de protection contre l'instabilité financière. Ces cadres réglementaires, toutefois, doivent être jugés sur leur efficacité, non seulement par rapport à l'objectif de stabilité économique à court terme mais aussi au regard de leurs implications sur la croissance à long terme.

Notre analyse tient compte de cet aspect et examine le rôle des règles macroprudentielles dans le processus de croissance à long terme en se concentrant sur la manière dont la réglementation financière influe sur la volatilité financière. Nos résultats empiriques indiquent que les politiques macroprudentielles parviennent à atténuer les effets négatifs des flux de capitaux instables sur la croissance et que, ce faisant, elles deviennent efficaces pour limiter les vulnérabilités du système financier. D'autres résultats apportent des réserves en ce sens que ces résultats sont principalement limités à l'échantillon de pays à revenu intermédiaire, tandis que les pays qui sont relativement ouverts, qui disposent de systèmes financiers profonds et qui sont exposés à la volatilité macroéconomique enregistrent des gains marginaux inférieurs, même s'ils en bénéficient quand même. Dans le même temps, l'Afrique subsaharienne et notamment les pays francophones de cette région tirent un parti énorme de l'imposition de la réglementation macroprudentielle, bien au-delà des gains moyens de notre échantillon de pays. Cela implique que les bénéfices marginaux dans ces régions

ont la capacité de perdurer avec l'expansion des groupes bancaires panafricains tant que la réglementation financière n'est pas dépassée. En revanche, il est possible que le groupe de pays de l'UEMOA/BCEAO, en appliquant des règlements bancaires uniformes et des pratiques de surveillance, ait tiré le parti maximum de l'utilisation des règles macroprudentielles, étant donné la taille actuelle du secteur financier et le volume des afflux de capitaux.

À un niveau plus général, les résultats de notre analyse empirique confirment la nécessité, pour les décideurs politiques, de traiter les politiques macroprudentielles comme des éléments importants de leur boîte à outils destinés à l'atténuation globale du risque systémique, notamment pour les pays exposés à des flux financiers importants et volatils. Par ailleurs, cela justifierait les efforts déployés en matière de coopération et de coordination internationales en vue de définir des règles et des normes macroprudentielles comme un moyen de combattre et de minimiser la volatilité financière et ses conséquences.

## ► Bibliographie

- Abiad, A., Detragiache, E., et Tressel, T., 2008. A new database of financial reforms. *Document de travail du FMI*, n° 266.
- Cerutti, E., Claessens, S., et Laeven, L., 2015. The use and effectiveness of macroprudential policies: new evidence. *Document de travail du FMI*, n° 61.
- Crowe, C.W., Igan, D., Dell’Ariccia, G., et Rabanal, P., 2011. How to deal with real estate booms: lessons from country experiences. *Document de travail du FMI*, n° 91.
- Dell’Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L., et Tong, H., avec Bakker, B., et Vandenbussche, J., 2012. Policies for macrofinancial stability: how to deal with credit booms. *Note de discussion des services du FMI*, n° 06.
- Lim, C.H., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., Wezel, T., et Wu, X., 2011. Macroprudential policy: What instruments and how are they used? Lessons from country experiences, *Document de travail du FMI*, n° 238.
- Neanidis, K.C., 2015. Volatile Capital Flows and Economic Growth: The Role of Macroprudential Regulation. *Série de documents de travail du Centre de recherche sur la croissance et les cycles économiques*, Université de Manchester, n° 215.
- Vandenbussche, J., Vogel, U., et Detragiache, E., 2015. Macroprudential policies and housing prices: a new database and empirical evidence for Central, Eastern, and Southeastern Europe. *Journal of Money, Credit and Banking* 47(1), 343-377.



Créée en 2003, la **Fondation pour les études et recherches sur le développement international** vise à favoriser la compréhension du développement économique international et des politiques qui l'influencent.



### **Contact**

[www.ferdi.fr](http://www.ferdi.fr)

[contact@ferdi.fr](mailto:contact@ferdi.fr)

+33 (0)4 73 17 75 30

n° ISSN : 2275-5055

